



ITALIE

SCÉNARIO 2026-2027

Trimestriel – Juin 2026



Italie – Éviter le pire, en attendant mieux

À la lumière des chiffres du premier trimestre, l'année 2026 débute sous de meilleurs auspices. La croissance se montre plus dynamique qu'anticipé, faisant fi d'un mois de mars agité sur le plan international. L'acquis de croissance pour 2026 a été revu à la hausse, et la demande domestique au premier trimestre reste robuste aussi bien du côté de la consommation des ménages que de l'investissement. Face à un environnement géopolitique aussi volatil, se réjouir que le pire n'arrive pas devient la norme.

Si les signaux d'accalmie du côté du Moyen-Orient venaient à se concrétiser dans les mois qui viennent, ils ne seraient certes pas suivis d'une normalisation soudaine du marché pétrolier mondial, mais devraient permettre un apaisement sur les prix, faisant du scénario de choc inflationniste un événement plus transitoire qu'estompé. L'inflation devrait tout de même atteindre un pic en fin d'année, se traduisant par une hausse de +2,6% sur 2026, loin de la phase désinflationniste des deux dernières années. Dans un scénario de choc moins marqué, c'est tout naturellement que la croissance de 2026 a été révisée, passant de 0,3% dans le scénario d'avril à 0,5% aujourd'hui. Les deuxième et troisième trimestres, qui resteront rythmés par le feuilleton américano-iranien et ses aléas sur la confiance, un niveau d'inflation élevé et un début de resserrement monétaire, devraient se caractériser par une croissance nulle, voire négative, qui justifie une prévision annuelle en dessous de l'acquis.

La consommation, qui a repris des couleurs en ce début d'année, devrait en être affectée, tout au moins en 2026, laissant un acquis négatif à 2027. Si le marché du travail devait encore soutenir le revenu disponible des ménages, les signes de craquellement, après trois années de croissance molle, pourraient se traduire par une légère reprise du chômage l'année prochaine. Ce dernier resterait à un niveau bas historique en 2026.

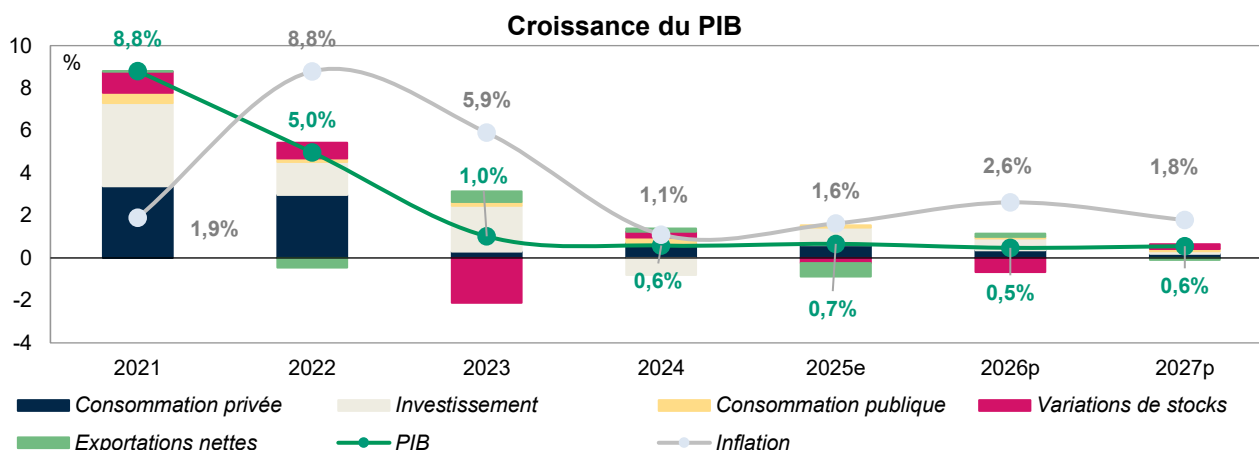
Le cycle de croissance de l'investissement, qui tient le rôle principal dans la résilience de ces deux dernières années, pourrait progressivement s'effacer. Les conditions récentes d'un assouplissement monétaire, d'incitations publiques plébiscitées et de premiers retours sur les investissements dans la transition devraient s'essouffler progressivement. Le cycle de croissance devrait rester soutenu par le Plan national de relance et de résilience (PNRR) qui, avant de tirer sa révérence, continuera de nourrir les investissements publics en 2026 et, dans une moindre mesure, en 2027.

Un contexte volatil

Les premiers signes de reprise de l'inflation, liée à la hausse des prix de l'énergie, ont commencé à se matérialiser dès le mois d'avril, mais le choc inflationniste pourrait cependant être moins fort que ce qui avait été anticipé lors de notre précédent scénario. À la suite de l'annonce du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, les signaux d'apaisement de la situation au Moyen-Orient se sont traduits par une baisse des pressions sur le prix du Brent, dont les cours spot évoluent désormais sous les 80 dollars, contre un pic au-dessus de 100 dollars le baril en mars dernier. Les anticipations de marché tablent également

sur une prolongation du cessez-le-feu et une reprise graduelle du trafic maritime dans le détroit d'Ormuz dans les semaines à venir, reflétées par la courbe des futures, qui pointent vers une stabilisation aux alentours de 72 dollars à l'horizon 2027. Les nouvelles de ce front sont certes plus encourageantes, **mais plusieurs facteurs continuent de faire peser un risque haussier sur ces anticipations.**

D'une part, le protocole ouvre un processus de négociation long et complexe qui reste de fait fragile. De plus, même si le trafic dans le détroit venait à reprendre, il se heurterait à la problématique du

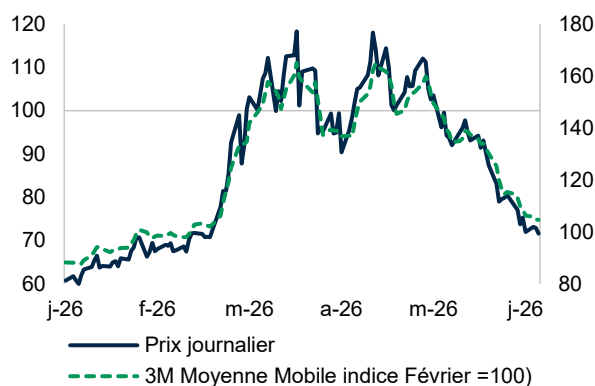


Sources : ISTAT, prévisions Crédit Agricole S.A./ECO



déménagement des zones sensibles, mais aussi à celle des assurances maritimes, ainsi qu'au retour des flottes de pétroliers et de méthaniers redéployées vers le bassin atlantique. Au regard de ces contraintes, le trafic devrait rester durablement inférieur de 20% à son niveau pré-crise sur l'horizon de prévision, les taux de fret des tankers et méthaniers accusant une hausse, sans pour autant retrouver leurs niveaux d'avant-crise. Outre la normalisation du trafic, la question de la production pétrolière et gazière dans la région se pose également. En effet, les dommages causés aux infrastructures pétrolières et gazières du Golfe par les affrontements ne devraient permettre qu'un retour graduel à la normale de la production pétrolière dans la région. Enfin, en cas de nouvelle fermeture prolongée, le risque d'épuisement des stocks pétroliers d'ici la fin de l'année 2026 constitue un scénario adverse qui ne peut être totalement écarté.

Prix du pétrole



Le marché du gaz est confronté à une situation similaire. Les capacités de production de gaz naturel liquéfié (GNL) du Qatar ont également été partiellement réduites, privant l'Europe d'une partie de son offre de GNL ralentissant ainsi la reconstitution des stocks. Ces derniers affichent en effet un déficit conséquent de 18 milliards de m³, soit un niveau inférieur à celui observé lors de la crise énergétique de 2022. Une reprise retardée des flux en provenance du Qatar pourrait exercer des tensions supplémentaires sur les prix du gaz européen dès l'été.

Le choc inflationniste risque donc de peser davantage sur les perspectives de croissance en zone euro. En dépit de fondamentaux relativement robustes, la croissance est attendue à 0,8% en 2026 (hors Irlande) et 0,9% en 2027. L'inflation resterait supérieure à 3% jusqu'en février 2027 avant de converger vers 2,4% en 2027, les effets de second tour demeurant limités. Dans ce cadre, la BCE, après avoir relevé son taux de dépôt à 2,25% le 11 juin, pourrait procéder à une ou deux hausses supplémentaires en 2026, les rendements français et italiens ne devant pas franchir significativement 4%.

L'économie américaine fait, quant à elle, figure d'exception en raison de son statut d'exportateur net. Si la consommation des ménages devrait ralentir, pénalisée par une inflation encore élevée à 3,2% en 2026, l'activité resterait soutenue par les investissements encore conséquents dans l'intelligence artificielle et le soutien budgétaire apporté par la loi « *Big, Beautiful Bill* ». La croissance est attendue à 2,1% en 2026 et 1,9% en 2027. Pour 2027, l'inflation devrait progressivement se modérer, les effets de second tour restant contenus, avec une inflation prévue à 2,3%. Dans ce contexte, la *Fed*, qui a récemment vu la nomination de son nouveau président, ne devrait pas modifier ses taux sur l'ensemble de l'année 2026, la borne supérieure du taux des *Fed funds* se maintenant à 3,75%, malgré un discours qui reste prudent et orienté vers la stabilité des prix.

Une demande domestique robuste

Au regard de ce nouveau contexte, **la croissance italienne pourrait s'avérer plus élevée qu'anticipé en début d'année, avec une révision à la hausse de la prévision.** La révision ne tient pas qu'au contexte. En dépit de la dégradation du cadre international et de ses effets négatifs sur la confiance des ménages et des entreprises, les premiers mois de l'année se sont caractérisés par une robustesse de l'activité. Au cours du premier trimestre, la croissance a progressé de 0,3%, un rythme comparable à celui observé au T4 2025. Ce rythme, revu à la hausse, a également entraîné une révision de l'acquis de croissance qui passe à 0,6% sur l'année. Cette dynamique devrait toutefois s'infléchir dans les trimestres suivants, avec une contraction attendue au T2 et une stagnation au T3, ramenant la croissance en moyenne annuelle à 0,5%.

Contrairement au trimestre précédent, la demande extérieure nette a contribué positivement à l'activité à hauteur de 0,9 point du PIB, à la faveur d'une reprise des exportations qui ont crû de plus de 2%, après un repli de 1% le trimestre précédent. Les importations se sont cependant contractées de -0,7%. Les données

	2024	2025	2026	2027
PIB (a/a, %)	0,6	0,7	0,5	0,6
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,2	1,5	1,0	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,3	-0,2	-0,7	0,2
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,6	0,1	-0,1
Consommation des ménages (a/a, %)	1,2	1,1	0,6	0,4
Investissement (a/a, %)	-3,5	3,8	2,5	0,5
Inflation (a/a, %)	1,1	1,6	2,6	1,8
Taux de chômage (%)	6,6	6,1	5,6	6,2
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,4	-3,1	-3,0	-2,9



mensuelles d'exportation du premier trimestre permettent d'éclairer cette évolution. En effet, les données de commerce en valeur montrent une croissance en glissement annuel de 1,3%, tirée principalement par la hausse des ventes dans le secteur de la métallurgie, qui a bénéficié d'un très fort rebond, notamment à destination de la Suisse. Ces seuls flux expliquent plus de la moitié de la croissance en valeur des ventes à l'étranger. En ce qui concerne les importations, la baisse semble être imputable à un recul des importations en énergie, tandis que les autres segments de biens continuent de progresser.

La demande domestique est également un facteur déterminant dans la reprise du début d'année, avec une contribution de 0,5 point de PIB, tandis que les stocks ont retiré près de 1,1 point à la croissance. Cette dynamique repose en premier lieu sur un rebond des dépenses de consommation, après une année 2025 en demi-teinte (0,2% en moyenne) malgré un rattrapage sensible du revenu disponible réel (+1,0% sur l'année). La progression de 0,5% en glissement trimestriel au T1, soit la hausse la plus marquée depuis le T4 2024, pourrait suggérer que les ménages italiens ont différé une partie de leurs achats au cours des trimestres précédents. Cette accélération demeure néanmoins inégale selon les postes : si les services, en hausse de 0,6% après deux trimestres de stagnation, en constituent le principal moteur avec une contribution de 0,3 point, les biens durables et non durables y participent également, progressant respectivement de 1,1% et 0,7%. Les biens semi-durables constituent en revanche la seule composante en recul, à -0,8%.

L'investissement affiche quant à lui une hausse de 0,7%, bien qu'en retrait par rapport au rythme soutenu de 2025. Cette modération masque néanmoins des dynamiques contrastées au sein des composantes. Si le ralentissement de la FBCF tient principalement au repli de la construction résidentielle, dont la composante logement cède 2,7% sur le trimestre, rompant avec la très forte hausse de 2025, la question de la pérennité de ce recul reste entière, entre normalisation post-*Superbonus* et simple correction temporaire. L'acquis en glissement annuel demeure néanmoins conséquent à +6,8%. Les travaux et bâtiments retrouvent, en revanche, une dynamique positive (+1,3%, après trois trimestres consécutifs de recul), portés par les projets du plan de relance. L'investissement en machines et équipements progresse, quant à lui, de 2,3% après une fin d'année de repli, retrouvant ainsi le rythme enregistré à la mi-2025.

L'analyse par le prisme de l'offre vient compléter ce tableau. La croissance de la valeur ajoutée est portée par les services, tandis que l'industrie au sens large stagne et que l'agriculture recule de 0,5%. Au sein du secteur industriel, deux tendances s'opposent : la construction cède 0,3% sur la période, rompant avec

plus d'un an de hausses consécutives, tandis que l'industrie manufacturière progresse modestement de 0,1%, en décélération par rapport au trimestre précédent. Les services enregistrent la hausse la plus marquée, à +0,4%, tirés par la reprise des activités immobilières (+1,3%) et des télécommunications, ainsi que par les arts et divertissements (+1,5%). La croissance dans le commerce et la distribution reste néanmoins contenue, tandis que les finances et assurances reculent.

Marché du travail : une résilience en surface

La croissance du T1 s'est accompagnée d'une hausse des heures travaillées de 0,3% sur le trimestre, tirées par l'agriculture (+0,5%), l'industrie (+0,4%) et, dans une moindre mesure, les services (+0,3%), tandis qu'elles stagnent dans la construction. L'emploi progresse également de 0,3% en début d'année, toujours sous l'impulsion des indépendants, dont la progression explique pour l'essentiel la hausse enregistrée au T1, le salariat stagnant sous l'effet d'un recul des contrats permanents à peine compensé par une légère reprise des contrats temporaires. Parallèlement, le nombre de chômeurs recule de plus de 7% sur le trimestre, avec un taux de chômage moyen de 5,3%. Si les données du marché du travail se révèlent robustes, le nombre de personnes sortant du marché du travail augmente néanmoins de 0,4% par rapport au trimestre précédent, avec un taux d'inactivité moyen de 33,7%. Les données d'avril prolongent cette dynamique : après une stagnation en mars, l'emploi rebondit de 0,5% sur le mois, porté par les salariés permanents, les indépendants et une reprise des contrats à durée déterminée. Le taux de chômage recule encore à 5,1%, tandis que le taux d'emploi atteint 63,1% et que le nombre d'inactifs se contracte après sa hausse du trimestre.

“ Face à un environnement géopolitique aussi volatil, se réjouir que le pire n'arrive pas devient la norme. ”

Cette santé interroge pourtant face à un cycle de croissance atone et inférieur au potentiel. Si le ralentissement de l'emploi se confirme, il s'accompagne toujours d'une réduction du nombre de chômeurs. La nature de la croissance *post-2020*, à fort contenu en emploi, tirée par les services et la construction, explique en partie cette baisse du chômage de plus de cinq points par rapport à son niveau d'avant-Covid. Mais cet argument ne suffit plus à rendre compte de la résistance du marché du travail à l'entrée d'un troisième cycle de croissance faible, désormais doublé d'un choc énergétique. Les signes d'affaiblissement sont pourtant bien là. Le taux de postes vacants s'établit à 1,7% au T1, en repli de 0,4 point sur un an. Les données de flux vont dans le même sens : le taux de transition de l'emploi vers le



chômage tombe à 0,56% sur la période T1 2025-T1 2026, contre 1,5% quatre ans plus tôt.

Le marché du travail italien traverse en réalité un moment de mutation structurelle où plusieurs facteurs se superposent. Du côté de l'offre, la contraction du vivier d'actifs réduit mécaniquement le nombre de chômeurs indépendamment de la conjoncture. Le taux d'inactivité, en hausse de 0,4% au T1, reflète en partie le retrait de travailleurs qui ne transitent pas par la case chômage. Par ailleurs, le vivier d'actifs potentiels se réduit sous l'effet d'une dynamique démographique défavorable : le nombre des 25-34 ans, en emploi et au chômage cumulés, a reculé de plus de 30% depuis 2004, réduisant mécaniquement la pression à la hausse sur le chômage. Selon la Banque d'Italie, cette tendance devrait se prolonger durablement sur l'ensemble de l'horizon de prévision pour cette classe d'âge.

Face à ces mutations, les entreprises privilégient le maintien dans l'emploi, en particulier pour les seniors. Ainsi, le taux de permanence dans l'emploi atteint 97,4% sur la période T1 2025-T1 2026, son plus haut niveau depuis 2021. L'indicateur de rétention de l'emploi d'Eurostat confirme cette lecture : après avoir oscillé autour de 6,5 en Italie à l'automne 2025, il monte à 7,4 en avril, puis 8,2 en mai. En d'autres termes, les entreprises absorbent le ralentissement en maintenant leurs effectifs.

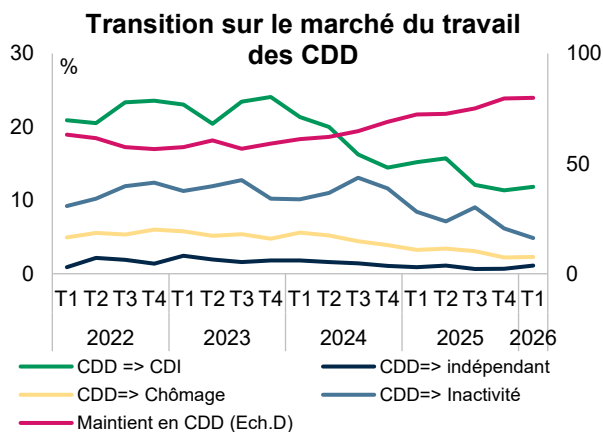
Ces effets de rétention préservent l'emploi, mais soulèvent la question de leur durée et interrogent sur la qualité de ce dernier. Après une phase de stabilisation portée par les contrats à durée indéterminée, le marché se fige davantage avec une hausse du nombre de CDD. De plus, le taux de transition des CDD vers les CDI s'effondre à 11,8%, son plus bas depuis 2021 où il dépassait 23%, tandis que le taux de permanence dans les CDD atteint 79,9%, soit un niveau record sur la série. La baisse du

nombre de chômeurs ne s'accompagne pas d'une baisse proportionnelle des postes vacants, signal entre autres d'une dégradation de l'appariement sur le marché du travail, ce qui se traduit par une translation vers le haut de la courbe de Beveridge¹ depuis la seconde moitié de 2025. D'autant que la fuite vers l'inactivité indique que la part des chômeurs de longue durée recule, non parce qu'ils retrouvent un emploi, mais parce qu'ils quittent le marché. À plus court terme, les attentes d'emploi dans les enquêtes de confiance se dégradent en mai dans l'industrie, la construction et les services marchands.

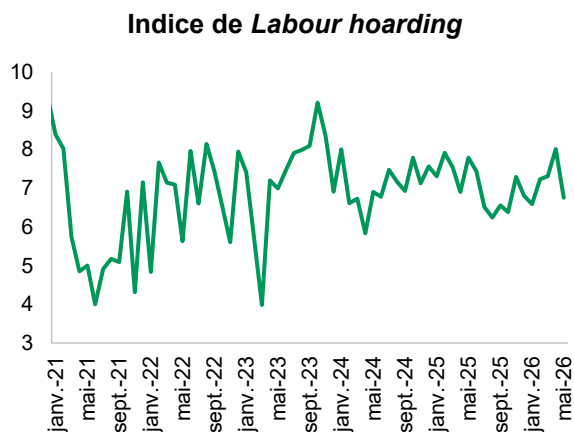
Dans ce contexte, **la situation sur le marché du travail devrait légèrement se dégrader à l'aune de ce nouveau choc énergétique.** Le taux de chômage resterait contenu à 5,5% en moyenne annuelle sur 2026, avant de remonter progressivement vers 5,7% en 2027, à mesure que les CDD non renouvelés commenceront à peser sur les flux.

Des ménages sans filet

La nouvelle crise énergétique liée au conflit au Moyen-Orient vient mettre un terme à la parenthèse désinflationniste de 2024 et 2025. Après un premier trimestre de faible inflation, les effets de la hausse des cours du Brent, qui a dépassé les 100 dollars le baril en mars dernier, se sont traduits par une poussée de l'inflation énergétique dès le mois d'avril à +9%, faisant passer l'indice général de +1,7% en mars, à +2,7% en glissement annuel. Le mois de mai confirme la tendance avec un indice d'inflation qui passe au-dessus de la barre des 3% et une inflation énergétique qui franchit le seuil de 10%. Pour le moment, la diffusion de ces effets se cantonne aux biens directement impactés par le coût de l'énergie, bien qu'une légère inflexion à la hausse ait également été observée dans les services. Les prévisions d'inflation indiquent une poursuite de ce mouvement, avec un pic



Sources : Istat; Crédit Agricole S.A./ECO



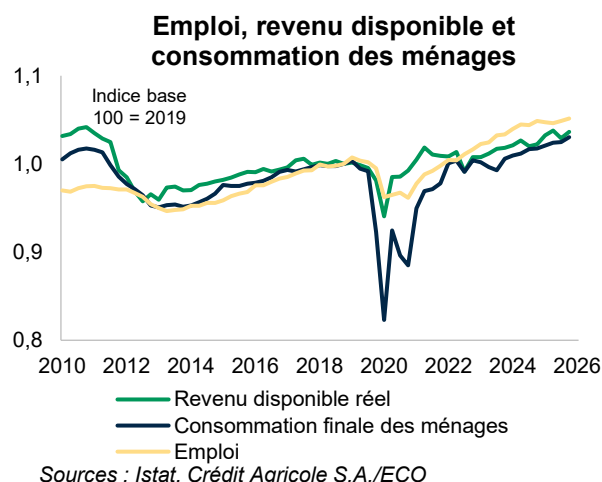
¹ Courbe représentant la relation inverse entre le [taux de chômage](#) et le nombre d'emplois vacants exprimé en proportion de la [population active](#).



potentiel attendu fin 2026, qui donnera suite à une détente progressive des prix au cours de 2027.

Le scénario d'inflation indique certes une hausse de l'inflation sur l'année, mais les nouvelles prévisions pour 2026 restent en deçà de celles de notre dernier scénario. En effet, à la suite du protocole d'accord, les prix du Brent se sont rapidement resserrés autour de 80 dollars le baril ; la possible réouverture du détroit d'Ormuz pendant la période de négociation de 60 jours devrait favoriser une reprise relative des flux en provenance du Moyen-Orient. La brièveté de cet épisode et le contexte actuel ne devraient pas non plus favoriser d'importants effets de second tour. La faiblesse du contexte économique, avec une demande plutôt atone, devrait se traduire par une compression des marges plutôt que par une transmission substantielle vers les prix. De même, bien que le marché du travail continue de bien se comporter, les signaux de ralentissement ne devraient pas non plus favoriser une répercussion de l'inflation sur les salaires, d'autant que la BCE a été réactive en enclenchant dès le mois de juin son cycle de resserrement monétaire, qui devrait par ailleurs se poursuivre d'ici la fin de l'année.

La reprise de l'inflation ne devrait cependant pas être sans conséquence sur le pouvoir d'achat des ménages. Sur l'année 2025, le revenu disponible réel a continué de croître, mais à un rythme nettement moins soutenu que lors de la phase de rattrapage de 2024, d'autant qu'il n'avait pas encore retrouvé son niveau de 2019 au moment du choc. La hausse tardive de l'inflation ne s'est pour le moment pas encore traduite par une hausse du déflateur de la consommation, qui est resté contenu à 0,8% sur le T1. Aussi, face à une hausse du revenu disponible nominal de 1,6%, le revenu disponible réel progresse de 0,8% sur le trimestre par rapport au trimestre précédent, contre une baisse de 0,7% le trimestre précédent. Malgré la reprise de la consommation au T1, le taux d'épargne des ménages a continué de progresser, gagnant 0,2 point pour s'établir à 8,0% pour les ménages au sens strict et 10,8% pour le secteur institutionnel des ménages.

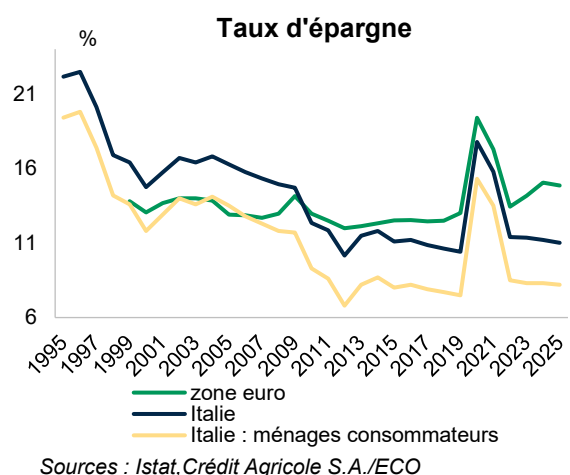


Si les salaires nominaux devraient continuer de bénéficier d'un marché du travail encore dynamique, la tendance pourrait se modérer sur les trimestres suivants avec un effet négatif sur le pouvoir d'achat d'ici la fin d'année. La nature de ce nouveau choc inflationniste, qui touche précisément les biens à haute fréquence d'achat comme l'énergie et l'alimentaire, devrait, comme en 2022, produire des effets asymétriques sur les ménages, en particulier les premiers quintiles de la distribution du revenu qui restent les plus exposés. Ces derniers avaient en partie épuisé leur coussin d'épargne lors du cycle précédent, du fait d'une érosion significativement plus marquée de leur pouvoir d'achat. Dans son dernier rapport annuel, la Banque d'Italie démontre qu'un choc d'incertitude sur le revenu entraîne une hausse du taux d'épargne près de deux fois plus forte chez les ménages contraints en liquidité que chez les autres. **La dégradation de la confiance enregistrée depuis mars, qui traduit un pessimisme accru des ménages quant à l'évolution de la situation économique du pays, viendrait renforcer ces comportements de précaution, pénalisant de fait la consommation.**

En 2026, la consommation progresserait certes de +0,6%, mais cette croissance serait essentiellement portée par l'acquis du T1. Le profil trimestriel devrait, quant à lui, se caractériser par deux trimestres négatifs consécutifs dès le T2. La reprise resterait graduelle et contenue, avec une consommation projetée à +0,4% en 2027.

Vers la fin du cycle d'investissement

Le cycle d'investissement débuté fin 2024 a également été un moteur non négligeable de la croissance au cours des deux dernières années. La tendance à la hausse s'est poursuivie au cours du premier trimestre, soutenue notamment par l'investissement en machines et équipements et les investissements en bâtiment et travaux publics, tandis que le segment logement commence à sentir les effets de la fin du *Superbonus*. Si la principale crainte concerne le retournement dans le secteur du





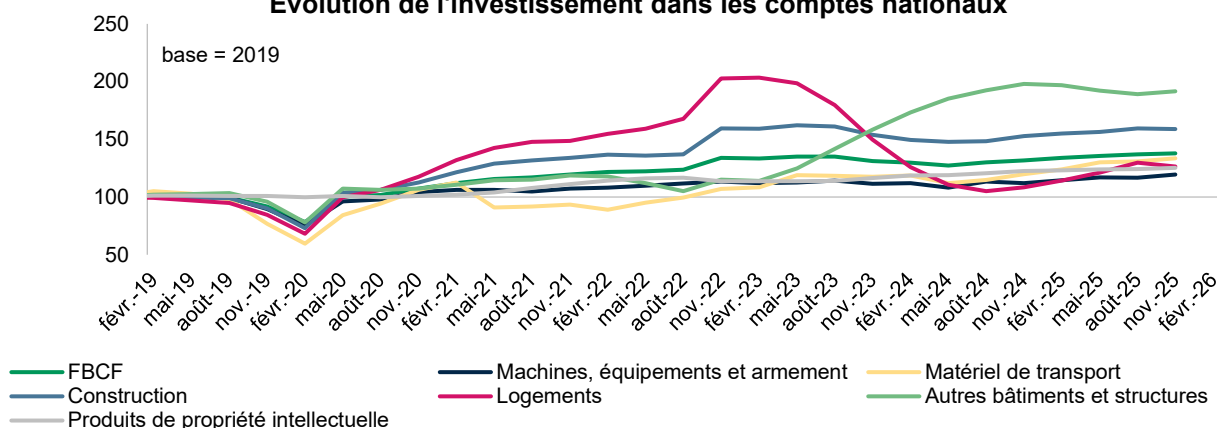
logement, la révision des comptes annuels lors du trimestre passé a montré qu'une partie de la correction sur le segment du logement a eu lieu en 2024. L'investissement productif semble, quant à lui, avoir bénéficié d'un environnement général favorable, en dépit d'une demande domestique en demi-teinte.

Quatre principaux moteurs peuvent être identifiés derrière ce cycle d'investissement. Le premier tient aux différentes mesures mises en place pour soutenir les entreprises, dont le programme d'incitations fiscales *Transizione 5.0*. Ce dernier, qui visait particulièrement l'accélération de la digitalisation des entreprises et était en partie financé par les ressources du PNRR, a permis, selon la Banque d'Italie, de porter la composante immatérielle en hausse de 3,0% en 2025. Parallèlement, les investissements liés au PNRR ont agi comme accélérateur sur l'investissement en construction non résidentielle et sur les machines et équipements, les deux composantes bénéficiant du calendrier d'exécution des chantiers publics. Ensuite, les conséquences du dernier cycle d'assouplissement monétaire ont permis d'améliorer les conditions de financement, tout en faisant baisser le coût du crédit pour les sociétés non financières, favorisant ainsi une reprise du crédit, notamment dans l'industrie manufacturière. Enfin, les investissements dans les énergies renouvelables constituent un moteur non négligeable ; ils s'inscrivent dans le cadre de la politique de transition, mais dont la dynamique s'est accélérée dans un contexte de diversification des sources de production d'électricité et de prix élevés. Si le cycle d'investissement se distingue par son ampleur, avec un taux de réalisation des investissements atteignant 101,9% par rapport aux plans initiaux, ce constat doit toutefois être nuancé : selon l'ISTAT, il reste principalement porté par des investissements extensifs (extension des capacités) plutôt qu'intensifs (intégration de l'innovation). Malgré le rebond dans les nouvelles technologies, la part des investissements à forte intensité technologique tend à stagner à 18,9%, avec un apport somme toute limité à la croissance potentielle, du fait d'une plus faible intensité capitalistique. À titre d'exemple, l'écart de composition avec l'Espagne sur la propriété intellectuelle, où

l'investissement a progressé de 7,8%, contre 23,7% entre 2022 et 2025, explique les différences de projection sur les deux économies.

Si la hausse de la formation brute de capital fixe (FBCF) a été particulièrement soutenue en 2025, laissant un acquis important pour 2026, la probabilité d'un prolongement de ce mouvement reste limitée. Avant même le début de la crise au Moyen-Orient et ses conséquences sur les prix de l'énergie, les enquêtes faisaient remonter des signaux de retournement avec des intentions d'investissement en baisse. Les premiers résultats de l'enquête INVIND de la Banque d'Italie, rendus publics dans le rapport annuel de 2026, illustrent cette inflexion. Cette dernière montre ainsi une réduction des dépenses en capital de 7,8% en 2026 pour les entreprises industrielles, portée à 9,2% pour l'industrie manufacturière seule. Les révisions touchent principalement les petites structures, qui voient leurs plans révisés de 18,2%, contre 4,1% pour les grandes entreprises. L'enquête de la Direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN) d'avril confirme ce constat en y apportant un éclairage supplémentaire. Dans le secteur industriel, les investissements réalisés, constatés en mars et avril 2026 pour l'exercice 2025, s'établissent à 7,3%, alors même que les entreprises anticipaient un taux de réalisation de 9,4%. Les intentions d'investissement pour 2026 se stabilisent à 9,7%, soit un palier bas, sans rebond. Les types d'investissement les plus risqués restent ceux liés au foncier et aux bâtiments industriels, qui enregistrent un recul sur trois vagues d'enquête consécutives. L'enquête de la Commission renseigne également sur les services, qui semblent prendre une dynamique différente, avec des anticipations pour 2026 en nette hausse à 38,2% ; il faut toutefois lire ces chiffres avec prudence si l'on regarde les taux de réalisation passés du secteur (11,6% en 2025, contre des intentions à 21,5%). Les indicateurs plus conjoncturels viennent confirmer ce constat : l'indice de confiance des entreprises se dégrade depuis le mois de mars dans tous les secteurs, avec des anticipations de production en baisse. L'enquête trimestrielle de l'ISTAT montre, quant à elle, qu'en dépit d'une hausse du taux de

Évolution de l'investissement dans les comptes nationaux



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO



capacité de production dans le secteur industriel, qui gagne un point, la pression augmente en ce qui concerne les facteurs limitants du côté de la demande et de l'accessibilité des intrants.

Si une surprise n'est pas à exclure du fait d'effets de traîne, le faisceau de signaux converge davantage vers un ralentissement, voire un repli dans les trimestres à venir, traduisant la fin du cycle précédent. Ce diagnostic tient à plusieurs facteurs : d'une part, les moteurs identifiés plus haut seront moins opérants avec la fin du dispositif Transition 5.0 et un retournement déjà ancré dans le secteur du logement. D'autre part, l'accélération du PNRR, qui entre dans sa dernière année et qui devrait inclure les révisions introduites en novembre 2025 (voir encadré) continuera de soutenir l'investissement. Pour le moment, environ 24,2 milliards d'euros resteraient non alloués, rattachés à 66 mesures, dont près de la moitié programmées pour 2027, mais les délais d'exécution restent le talon d'Achille du PNRR. Selon le rapport de la Cour des comptes, les délais moyens de traitement se sont allongés de près de deux mois entre les deux dernières enquêtes, et seulement près de la moitié des projets (48,5%) étaient achevés, ou en phase de test en mars 2026. Néanmoins, 47% des entreprises, parmi celles employant dix salariés et plus, anticipent encore des commandes liées au PNRR en 2026. Le deuxième facteur de soutien, dont les effets devraient se matérialiser avec retard, tient aux deux nouvelles incitations à l'investissement prévues par la loi de finances 2026 : l'*iperammortamento*, complété du *superammortamento*, dédié aux biens instrumentaux non technologiques (article 95). Contrairement au crédit d'impôt introduit par le dispositif *Transition 5.0*, la mesure accroît les quotes-parts d'amortissement déductibles. Elle s'appuie sur un barème dégressif par tranche d'investissement (180% jusqu'à 2,5 millions d'euros, 100% entre 2,5 et 10 millions, 50% entre 10 et 20 millions), applicable aux investissements réalisés du 1^{er} janvier 2026 au 30 septembre 2028. Bien qu'entrée en vigueur en début d'année, la mesure n'est opérationnelle que depuis le 7 mai 2026, alors que la plateforme du

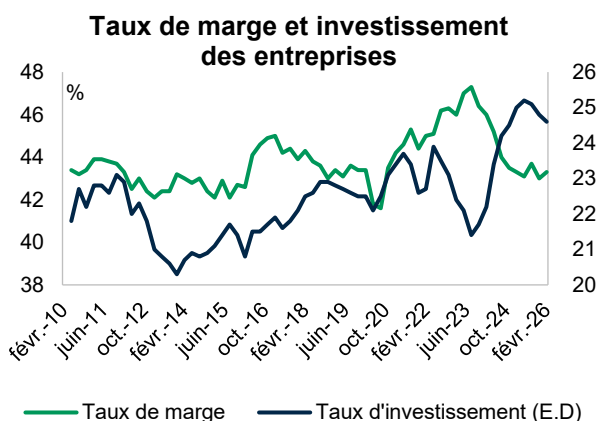
Gestore dei Servizi Energetici, seul canal d'accès au dispositif, n'a ouvert que le 12 juin. Pour le moment, les premiers éléments de portée disponibles fin juin feraient état d'environ 2500 dossiers déposés pour près de 900 millions d'euros d'investissements réservés.

La hausse des coûts de production ne devrait pas être sans conséquence sur les marges des entreprises, qui entrent dans une nouvelle phase de renchérissement du coût de l'énergie. Parmi les signaux, l'indice de prix à la production industrielle est en hausse de 7% en mai en glissement annuel, tiré par un rebond de 22% de la composante énergétique. Les entreprises abordent néanmoins ce contexte avec des bilans favorables et un solde financier positif. Selon les données de la Banque d'Italie, la rentabilité opérationnelle du tissu productif continue de se maintenir à des niveaux historiquement élevés, avec des charges financières nettes en baisse à 7,8%, et les liquidités demeurent abondantes à 10,2% du passif.

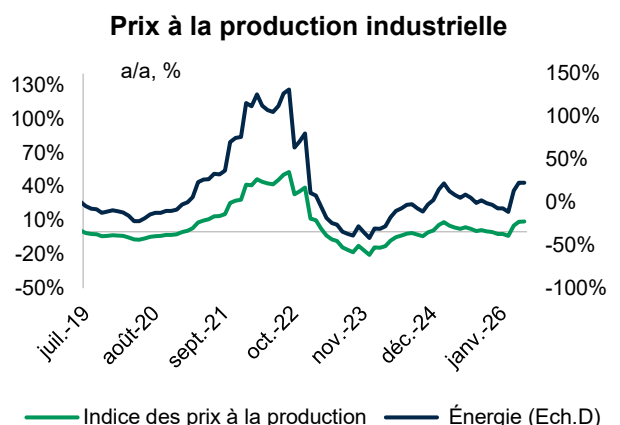
La hausse des coûts devrait néanmoins impacter les marges, qui souffrent déjà d'une dégradation. Au premier trimestre 2026, la part des bénéfices des sociétés non financières est en repli de 0,5 point, d'autant que les entreprises italiennes souffrent d'un désavantage structurel lié à la structure de leur *mix* énergétique, qui génère un coût supérieur de 17% à la moyenne européenne et plus du double de celui des États-Unis et de la Chine.

Enfin, si les entreprises avaient bénéficié de conditions accommodantes, la hausse récente des taux directeurs intervient dans un moment où à la fois l'offre et la demande de crédit se dégradent, selon l'enquête BLS du premier trimestre 2026. Les banques anticipent en outre un resserrement des conditions d'octroi pour le deuxième trimestre 2026.

Dans ce contexte, **le cycle de l'investissement productif devrait ralentir, tout au moins en 2026.** Le segment logement devrait rester en territoire négatif, mais l'investissement en construction continuerait de



Source : Istat; Crédit Agricole S.A./ECO



Sources : Istat, Crédit Agricole S.A./ECO



bénéficiaire des apports du PNRR. Sur l'ensemble de l'année, la FBCF totale progresserait de 2,5% en 2026, portée principalement par un effet d'acquis hérité de 2025 et la dynamique du premier trimestre. En 2027,

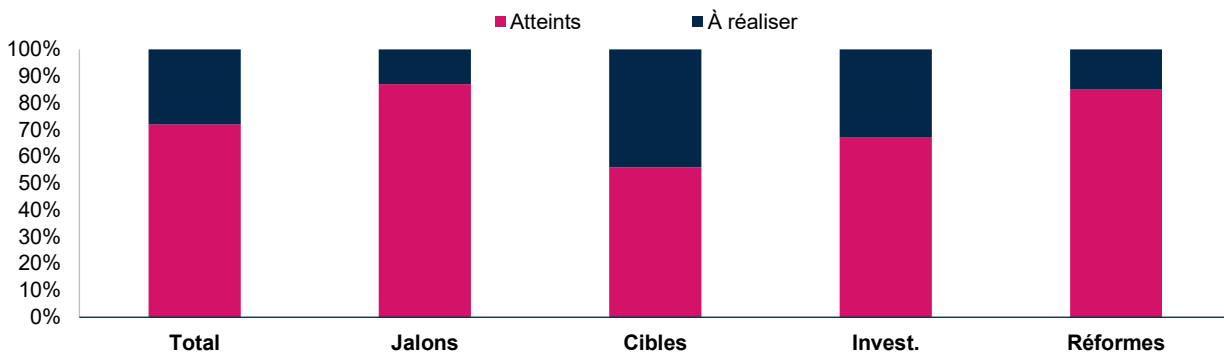
l'investissement total convergerait vers une contribution proche de zéro, avec une croissance annuelle limitée à 0,5%, sans rebond structurel : l'investissement productif oscillerait autour de zéro au second semestre, le segment logement se stabiliserait.

PNRR, la dernière ligne droite

À l'aune de la dernière année du PNRR, la Cour des comptes a dressé un état des lieux des réalisations des projets inscrits dans le cadre du plan de relance. À fin février 2026, les engagements ont nettement progressé, portés par une accélération marquée au second semestre 2025 et en début d'année 2026 ; ils atteignent 113,5 milliards d'euros, soit 58% des ressources allouées, contre 83 milliards en août 2025. Le taux global d'avancement s'établit ainsi à 72%, les cinquante objectifs européens fixés pour le second semestre 2025 ayant tous été atteints. Sur l'ensemble de l'année 2025, 32 jalons et 50 objectifs ont été réalisés, portant notamment sur les délais de paiement des administrations publiques, la digitalisation des services publics, la réduction de l'évasion fiscale et le développement des lignes ferroviaires à grande vitesse.

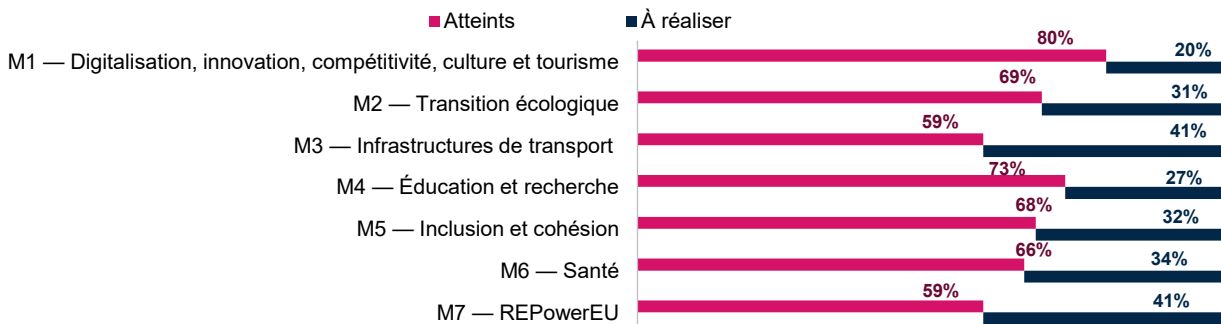
Le gouvernement a en outre révisé le Plan en novembre 2025 en modifiant la structure des dépenses sans en affecter l'enveloppe totale. Cette révision marque un glissement sensible des chantiers publics vers des aides directes aux entreprises et des instruments de financement intermédiés tels que des garanties ou des prêts bonifiés, dont les effets sur l'investissement en construction sont moins directs et se diffusent sur un horizon plus long. Parmi les nouvelles lignes introduites, figure notamment un fonds dédié au financement des infrastructures de réseau à haut débit, doté de 733 millions d'euros et opérationnel jusqu'en 2029, dont le montage requiert un cofinancement privé minimum de 30%. Ce type de dispositif illustre la logique d'ensemble de la révision : privilégier des mécanismes activables rapidement avant l'échéance de juin 2026, quitte à ce que les décaissements effectifs interviennent au-delà.

Niveau de réalisation des jalons et cibles S2-2025



Sources : élaboration Corte dei conti sur données ReGiS, Crédit Agricole S.A./ECO

Niveau de réalisation missions du PNRR S2-2025



Sources : élaboration Corte dei conti sur données ReGiS, Crédit Agricole S.A./ECO



La Cour des comptes signale par ailleurs un écart notable entre les dépenses engagées et les dépenses effectivement déclarées et certifiées, ce décalage pouvant compliquer la clôture administrative du Plan dans les délais impartis. Alors que l'échéance de transmission des demandes à la Commission européenne est fixée au 30 septembre 2026, près de 24 milliards d'euros resteront à décaisser au-delà de cette date. Le gouvernement étudie leur réaffectation vers des programmes permettant un décaissement graduel, parmi lesquels le Fonds de développement et de cohésion, les ressources du programme européen 2021-2027 et, pour les interventions non couvertes par ces instruments, le budget de l'État. Une part significative des travaux financés dans le cadre du plan de relance, des infrastructures aux équipements énergétiques, se poursuivra ainsi au-delà de la date butoir, sans pour autant constituer un soutien de premier ordre à l'investissement sur l'horizon de prévision.

À cela s'ajoute le principal défi pour le décaissement de la dernière tranche, d'un montant de 28 milliards d'euros. Contrairement aux étapes antérieures du Plan, il ne s'agira pas d'approuver une réforme ou de publier un appel d'offres : la Commission européenne exige en effet une démonstration de réalisations concrètes. Bien que le risque d'un remboursement intégral des fonds ne figure pas parmi les scénarios envisagés, celui d'un définancement partiel reste possible. Selon l'Observatoire ANCE PNRR, la valeur des projets présentant des difficultés d'exécution se situerait entre 12 et 15 milliards d'euros, pour un impact financier estimé entre 5 et 9 milliards, la fourchette basse correspondant aux retards de paiement aux entreprises et la borne haute à une éventuelle contestation par Bruxelles de l'atteinte de certains objectifs. Ces difficultés ne sont pas uniformément réparties : environ 45% des projets accusant des retards sont concentrés dans le Mezzogiorno, mais les petites communes souffrent également d'un déficit de capacité technique et administrative largement documenté. Les secteurs les plus exposés sont la construction scolaire, les infrastructures ferroviaires régionales et les structures sanitaires de proximité, où la hausse des coûts des matériaux, l'abandon de certains appels d'offres et la complexité des procédures ont rendu le respect des calendriers particulièrement difficile.

À l'heure du bilan, les retombées du plan pour le soutien à la croissance restent cependant non négligeables. Selon une estimation de la Banque d'Italie, les appels d'offres pour les travaux publics ont représenté en moyenne 3,6% du PIB au cours des cinq dernières années, soit le double de la décennie précédente, dont environ un cinquième financé ou cofinancé par les ressources du Plan. Il reste néanmoins à évaluer l'impact de ces investissements et de ces réformes sur la croissance potentielle, ce qui permettra *in fine* de mesurer la réussite de ce processus de montée en puissance de l'investissement public sur quatre ans.

Achévé de rédiger le 2 juillet 2026



PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES & FINANCIÈRES

SCÉNARIO MACRO-ÉCONOMIQUE

Hypothèses internationales

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde (a/a, t/t, %)	0.9	0.9	1.0	1.5	0.5	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2.9	2.8	1.7	2.2	2.8	2.4	4.4	3.2	1.6	3.0	3.1	2.4	0.8	1.5	1.2	1.8	2.5	2.5	2.4	2.4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	5.4	5.0	4.6	4.3	1.7	1.2	1.5	0.9	1.5	0.9	1.3	1.6	1.3	0.7	0.9	1.0	1.3	1.1	1.0	1.0
PIB Chine (a/a, t/t, %)	3.3	3.1	2.8	3.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4.00	3.00	2.25	2.50	3.00	3.50	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5.50	4.50	4.00	4.00	5.00	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1.08	1.08	1.10	1.11	1.07	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08	1.10	1.07	1.11	1.08	1.10	1.12	1.12	1.11	1.10	1.10
Brent (moyenne, USD/baril)	82.2	79.9	71.3	69.3	82.2	77.9	85.9	83.0	81.9	85.0	78.9	74.0	75.1	73.0	70.0	67.0	65.0	70.0	70.0	72.0

Croissance du PIB

	2023	2024	2025	2026	2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Zone euro	0,6	0,8	0,9	1,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,6	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,4	0,5	0,4
Allemagne	-0,1	-0,2	0,1	1,2	0,2	-0,3	0,1	-0,2	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,7	0,3	0,3	0,4
France	1,6	1,1	0,6	1,2	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Italie	0,8	0,5	0,6	0,7	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,2
Espagne	2,7	3,2	2,3	2,0	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7
Pays-Bas	0,1	1,0	1,4	1,4	-0,1	1,0	0,8	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Belgique	1,2	1,0	1,1	1,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3
Irlande	-5,7	1,3	4,7	1,2	-0,8	1,4	3,8	5,0	9,7	-12,1	-2,7	1,6	1,6	1,6	3,3	1,6
Portugal	2,6	1,9	1,6	2,3	0,6	0,4	0,4	1,4	-0,5	0,0	1,2	0,9	0,4	0,5	0,3	0,5
Grèce	2,3	2,3	1,7	1,8	0,3	1,1	0,2	0,8	0,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
Finlande	-0,9	-0,1	0,8	1,4	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Luxembourg	-0,7	1,0	0,4	2,2	1,3	0,5	-1,2	1,3	-1,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Autriche	-0,8	-1,1	-0,1	1,0	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4
Slovénie	2,3	1,5	1,1	3,0	0,9	-0,5	0,2	0,3	-0,8	1,5	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
Malte	6,8	6,0	3,6	4,0	1,3	2,8	-0,6	-0,7	1,6	1,8	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8

Italie

	2024	2025	2026	2027	2024				2025				2026				2027			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (a/a, t/t, %)	0,6	0,7	0,5	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,2	1,5	1,0	0,4	0,1	0,1	-0,2	0,8	0,3	0,6	0,5	0,3	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,2	1,1	0,6	0,4	1,3	0,3	0,2	0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,3
Consommation publique (a/a, t/t, %)	1,5	0,6	0,4	0,6	-0,1	0,7	0,2	0,3	-0,3	0,4	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Investissement (a/a, t/t, %)	-3,5	3,8	2,5	0,5	-2,9	-1,1	-1,8	2,1	1,4	1,6	1,3	1,0	0,7	0,1	-0,2	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,2	0,8	0,6	-0,7	-0,2	0,0	-0,4	0,7	-1,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-0,4	0,0	0,3	-0,6	0,1	-0,7	0,9	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations (a/a, t/t, %)	-1,1	1,4	2,2	1,1	-1,4	-1,4	-0,2	-0,2	2,5	-1,7	2,2	-1,0	2,2	-0,3	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Importations (a/a, t/t, %)	-1,8	3,9	1,9	1,5	-0,8	0,7	1,1	-0,3	1,9	0,2	2,0	1,3	-0,7	0,2	0,4	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Inflation (a/a, %)	1,1	1,6	2,6	1,8	1,0	0,8	1,2	1,3	1,7	1,8	1,7	1,2	1,4	3,1	2,9	3,1	2,6	1,4	1,5	1,7
Inflation sous-jacente (a/a, %)	2,3	1,8	1,9	1,9	2,6	2,2	2,3	2,2	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	2,0	1,9	1,8
Taux de chômage (%)	6,6	6,1	5,6	6,2	7,1	6,7	6,3	6,2	6,3	6,3	6,0	5,7	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3
Solde courant (% du PIB)	1,1	1,1	1,0	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	1,0	1,0	0,9	1,2	1,3	1,3	1,3
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,4	-3,1	-3,0	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	134,7	137,1	138,4	138,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-



Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE
Rédacteur en chef : Armelle SARDA

Comité de rédaction :

Paola MONPERRUS-VERONI
Ticiano BRUNELLO
Slavena NAZAROVA
Marianne PICARD
Sofia TOZY

Documentation : Elisabeth SERREAU – **Statistiques :** Datalab ECO

Maquette & Secrétariat de rédaction : Sophie Gaubert

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>
Application Etudes ECO disponible sur l'**App store** & sur **Google Play**

